

Rating: A (FSR - PI)*

Entwicklung



Kurzprofil

Die börsennotierte Carl Zeiss Meditec AG, Jena, entwickelt und produziert medizinische Diagnose- und Lasersysteme sowie Intraokularlinsen für die Augenheilkunde, Operationsmikroskope und sonstige Visualisierungssysteme für die Mikrochirurgie. Der Konzern erzielte mit 2.158 Mitarbeitern in 2009/2010 einen Umsatz von € 676,7 Mio. Das Unternehmen ist eine Tochtergesellschaft der Carl Zeiss AG.

Stärken:

- sehr gute Ertragskraft, Kapitalstruktur und Liquidität
- Wachstumspotenzial durch Innovationen und Akquisitionen
- hervorragende Reputation und globale Präsenz

Schwächen:

- Risiken durch Gesundheitspolitik und Haushaltslage der Staaten
- Akquisitionsrisiken

Ertragskraft und Rentabilität:

sehr gut

Kapitalstruktur und Verschuldung:

sehr gut

Finanzielle Flexibilität:

sehr gut

Analyse: Euler Hermes Rating GmbH
Gasstraße 18, Haus 2
22761 Hamburg

Datum: 15. November 2011

Analyst: Maike Holzhauer,
Senior Rating Analystin

Kontakt: +49 40 88 34 - 640
maike.holzhauer@eulerhermes-
rating.com

Sehr guter Kapitalstruktur und Ertragskraft stehen Risiken durch Sparmaßnahmen der Kostenträger gegenüber

Aktuelle Entwicklung

Im Geschäftsjahr 2009/2010 stieg der Umsatz um 5,7 % auf € 676,7 Mio. Eine verbesserte Bruttomarge von 53,0 % (Vj. 50,4 %) führt bei leicht gestiegenen Funktionskosten zu einer EBIT-Marge von 12,3 % (Vj. 12,0 %) und einem Konzernergebnis von € 59,6 Mio. (Vj. € 55,1 Mio.). In Q1-Q3 2011 konnte die Carl Zeiss Meditec AG von einer hohen Nachfrage nach Produkten aus dem Bereich der Mikrochirurgie und einer insgesamt hohen Nachfrage aus Asien profitieren, so dass der Umsatz um 13,2 % auf € 555,5 Mio. (Vj. € 490,8 Mio.) anstieg. Bei einer weiter auf 53,8 % verbesserten Bruttomarge und relativ zum Umsatz stabilen Funktionskosten wird eine EBIT-Marge von 13,6 % erreicht. Die Eigenkapitalquote lag im betrachteten Zeitraum bei über 65,0 %. Die liquiden Mittel betragen zum 30. Juni 2011 € 181,0 Mio. Die operative Ertragskraft, die Kapitalstruktur sowie die finanzielle Flexibilität der Carl Zeiss Meditec AG erreichen insgesamt ein sehr gutes Niveau.

Ausblick

- Die Carl Zeiss Meditec AG erwartet eine positive Geschäftsentwicklung in den Kernsegmenten, die u. a. durch die Markteinführung neuer Produkte, insbesondere in Schwellenländern und fortgesetzte Investitionen in Forschung und Entwicklung erreicht werden soll. Die Umsetzung eines Maßnahmenbündels mit Fokussierung auf Effizienz und Wachstum (Unternehmensentwicklungsprogramm MEGA) soll zur Sicherung der operative Ertragskraft beitragen.
- Risiken bestehen durch Sparmaßnahmen der öffentlichen Hand und der Kostenträger des Gesundheitssystems, die zur Aufschiebung von Investitionen und Leistungseinschränkungen führen können. Zusätzlich bestehen Risiken aus steigendem Wettbewerbsdruck sowie durch Produkthaftungen. Darüber hinaus können zukünftige Akquisitionen die Ertragskraft und finanzielle Flexibilität der Carl Zeiss Meditec AG belasten.

Finanzkennzahlen

Finanzkennzahlen	2007/2008		2008/2009		2009/2010	
	Carl Zeiss Meditec	Peer-group*	Carl Zeiss Meditec	Peer-group*	Carl Zeiss Meditec	Peer-group*
EBITDA-Marge (%)	13,4	12,6	14,6	15,8	15,4	16,3
Gesamtkapitalrent. (%)	12,7	5,6	12,6	10,0	11,4	10,2
ROCE (%)	16,5	10,8	17,4	14,3	16,4	15,6
Cashflow-ROI (%)	12,9	12,6	14,2	14,1	13,8	16,8
Eigenkapitalquote (%)	65,7	57,7	67,3	61,2	67,3	56,0
Verschuldungsgrad (%)	0,0	15,7	0,0	9,1	0,0	14,2
Gesamtverb./ EBITDA	2,7	7,2	2,3	5,8	2,4	1,6
Nettofin.verb./ EBITDA	0,0	1,7	0,0	0,8	0,0	0,2
EBIT-Zinsdeckung	19,1	10,5	22,3	13,1	25,7	18,8
EBITDA-Zinsdeckung	22,3	16,1	27,0	19,2	32,2	27,4

*aap Implantate, MeVis Medical Solutions, Eckert & Ziegler, biolitec, Carl Zeiss Meditec, Geratherm Medical, Medisana, HumanOptics Medical, PULSION Medical Systems, Stratec Biomedical Systems, W.O.M. World of Medicine, United Medical Systems

* Unbeauftragtes, indikatives Finanzstärkerating auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen; kein Vollrating

Ertragskraft und Rentabilität

- Sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen wurden analytisch um nicht nachhaltige Positionen bereinigt. Im Betrachtungszeitraum wurden einmalige Erträge aus Projektzuschüssen, Gewinnen aus Anlageabgängen und auf abgeschriebene Forderungen bereinigt (2008: € 0,6 Mio., 2009: € 0,0 Mio., 2010: € 0,1 Mio.). Weiterhin wurden einmalige Aufwendungen aus Integrationsaufwendungen und Verluste aus Anlageabgängen bereinigt (2008: € 0,2 Mio., 2009: € 0,1 Mio., 2010: € 0,0 Mio.). Darüber hinaus wurden Währungsgewinne und -verluste zu Analysezielen dem betrieblichen Ergebnis zugeordnet. Für Q3/2011 konnten aufgrund der verfügbaren Informationen noch keine Bereinigungen vorgenommen werden.

Struktur Gewinn- und Verlustrechnung	2007/2008		2008/2009		2009/2010		Veränderung zum VJ (%)		Q1-Q3 2010/2011	
	T€	%	T€	%	T€	%	2008/2009	2009/2010	T€	%
Umsatzerlöse	600.190	100,0	640.089	100,0	676.682	100,0	6,6	5,7	555.498	100,0
Umsatzkosten	296.754	49,4	317.799	49,6	317.955	47,0	7,1	0,0	256.635	46,2
Bruttoergebnis vom Umsatz	303.436	50,6	322.290	50,4	358.727	53,0	6,2	11,3	298.863	53,8
Sonstige betriebliche Erträge	1.005	0,2	1.484	0,2	442	0,1	47,7	-70,2	276	0,0
Vertriebskosten	141.788	23,6	150.648	23,5	162.801	24,1	6,2	8,1	134.797	24,3
Allgemeine Verwaltungskosten	32.269	5,4	32.373	5,1	37.245	5,5	0,3	15,0	29.947	5,4
F&E-Kosten	61.962	10,2	63.455	9,9	72.356	10,7	2,4	14,0	58.530	10,5
Sonst. betriebl. Aufwendungen	945	0,2	427	0,1	3.771	0,6	-54,8	-84,3	199	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	67.477	11,2	76.871	12,0	82.996	12,3	13,9	12,8	75.666	13,6
Finanzergebnis	7.902	1,3	1.885	0,3	-63	0,0	-76,1	-103,3	620	0,1
(davon Zinsaufwand)	3.535	0,6	3.455	0,5	3.230	0,5	-2,3	-6,5	-4.141	0,7
Ergeb. d. gew. Geschäftstätigkeit	75.379	12,6	78.756	12,3	82.933	12,3	4,5	10,0	76.286	13,7
Ergebnis vor Steuern (EBT)	75.732	12,6	78.615	12,3	82.976	12,3	3,8	5,5	77.892	14,0
Konzernergebnis	56.241	9,4	55.101	8,6	59.636	8,8	-2,0	8,2	52.722	9,5

- Der Umsatz im **Geschäftsjahr 2009/2010** stieg um 5,7 % auf € 676,7 Mio. Zu der Umsatzentwicklung trug insbesondere die Region Asien/Pazifischer Raum bei (Umsatz +16,6 % auf € 195,6 Mio., Umsatzanteil am Konzernumsatz 28,9 %). Der Umsatz in der Region Americas ist um 4,7 % gewachsen, während in der Region EMEA (Europa, Mittlerer Osten, Afrika) der Umsatz mit € 242,6 Mio. leicht um 0,9 % zurückging. Wesentlicher Grund für die signifikante Steigerung in Asien ist die steigende Nachfrage der Schwellenländer (insbesondere Indien) nach Operationsmikroskopen und Diagnosesystemen der Augenkunde. Der Rückgang in EMEA ist der Ankündigung von drastischen Sparpaketen der zum Teil sehr hoch verschuldeten Staaten Europas und möglicher anstehender Gesundheitsreformen geschuldet. Bezogen auf die Segmente haben alle drei Geschäftsbereiche zum Umsatzanstieg beigetragen, insbesondere die margenstarken Bereiche Mikrochirurgie (+7,2 %) und chirurgische Ophthalmologie (+8,3 %) profitierten von der steigenden Nachfrage in den Schwellenländern.
- Das Unternehmensentwicklungsprogramm RACE wurde 2010 durch das Folgeprogramm MEGA abgelöst. MEGA setzt weiterhin auf Effizienzsteigerungen und Wachstum durch Innovationen. Das Bruttoergebnis ist durch den höheren Beitrag margenstarker Produkte, Herstellkostensenkungen und Volumeneffekte überproportional gestiegen. So konnten die gegenüber dem Vorjahr gestiegenen Funktionskosten (insbesondere Vertriebs- und F&E-Kosten) kompensiert werden. Die EBIT-Marge lag mit 12,8 % leicht über dem Vorjahr. Das Konzernergebnis fiel entsprechend um 8,2 % höher aus.
- Der Rückgang des Finanzergebnisses in 2009/2010 ist im Wesentlichen auf das gesunkene Zinsniveau zurückzuführen. Darüber hinaus sind die Zinsaufwendungen aufgrund einer rückläufigen Finanzverschuldung im Analysezeitraum leicht zurückgegangen. Hierdurch und durch den operativen Ergebnisanstieg konnten die Zinsdeckungsrelationen weiter verbessert werden und erreichen mit 25,7 % bzw. 32,2 % insgesamt ein sehr gutes Niveau.
- In **Q1-Q3 2010/2011** stieg der Umsatz der Carl Zeiss Meditec AG um 13,2 % auf € 555,5 Mio. (Vj. € 490,8 Mio.). Das Wachstum wurde maßgeblich vom Bereich Mikrochirurgie (+20,8 %) durch die hohe Nachfrage nach den neuen Modellen der innovativen Operationsmikroskope getragen. Insgesamt haben alle Geschäftsbereiche zum Wachstum beigetragen. Auch in allen Regionen konnten Umsatzzuwächse verzeichnet werden, wobei die Region Asien/Pazifischer Raum mit +23,9 % erneut am stärksten gewachsen ist. Per 30. Juni 2011 betrug der Auftragsbestand € 91,7 Mio. (30. September 2010: € 74,1 Mio.).
- In Q1-Q3 2010/2011 verbessert sich die Bruttomarge weiter auf 53,8 %. Die Funktionskosten entwickelten sich relativ stabil zum Umsatz. Die EBIT-Marge stieg entsprechend auf 13,6 % (Vj. 12,2 %).

Kapitalstruktur und Verschuldung

- In der analytischen Betrachtung der Kapitalstruktur wurden Firmenwerte und sonstige immaterielle Vermögensgegenstände aus Vorsichtsgründen um 50,0 % bereinigt (2008: € 72,3 Mio., 2009: € 75,8 Mio., 2010: € 73,5 Mio., Q3/2011: € 69,0 Mio.). Aktive latente Steuern wurden mit passiven latenten Steuern saldiert und aktivische Restbeträge mit dem Eigenkapital verrechnet. Sonstige finanzielle Verpflichtungen aus Leasing wurden zum Barwert (pauschal 80,0 %; 2008: € 9,7 Mio., 2009: € 9,3 Mio., 2010: € 11,2 Mio., geschätzt Q3/2011: € 11,2 Mio.) den Sachanlagen und den Finanzverbindlichkeiten zugerechnet. Die Forderungen aus Finanzausgleich aus dem Konzern-Treasury der Carl Zeiss AG wurden den liquiden Mitteln zugerechnet.

Strukturbilanz	30.09.2008		30.09.2009		30.09.2010		Veränderung zum VJ (%)		30.06.2011	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010	T€	%
Bilanzsumme	622.903	100,0	655.107	100,0	737.350	100,0	5,2	12,6	723.456	100,0
Langfristige Vermögenswerte	124.367	20,0	129.754	19,8	129.967	17,6	4,3	0,2	122.224	16,9
(davon Sachanlagevermögen)	48.072	7,7	51.448	7,9	51.126	6,9	7,0	-0,6	48.168	6,7
Kurzfristige Vermögenswerte	498.536	80,0	525.353	80,2	607.383	82,4	5,4	15,6	601.232	83,1
(davon liquide Mittel)	195.473	31,4	199.995	30,5	338.243	45,9	2,3	69,1	180.976	25,0
Eigenkapital	409.556	65,7	441.003	67,3	490.439	66,5	7,7	11,2	487.841	67,4
Langfristige Verbindlichkeiten	69.991	11,2	63.629	9,7	72.600	9,8	-9,1	14,1	68.727	9,5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	143.356	23,0	150.475	23,0	174.311	23,6	5,0	15,8	166.888	23,1
(davon Finanzverbindlichkeiten)	58.716	9,4	54.986	8,4	42.156	5,7	-6,4	-23,3	39.265	5,4

- Der Anstieg der Bilanzsumme per **30. September 2010** gegenüber dem Vorjahr um € 82,2 Mio. auf € 737,4 Mio. war vor allem auf höhere liquide Mittel sowie gestiegene Vorräte und Forderungen aus Lieferung und Leistung zurückzuführen. Per **30. Juni 2011** erhöhte sich das Vorratsvermögen gegenüber dem Geschäftsjahresende 2009/2010 aufgrund des anhaltenden Umsatzwachstums um € 19,5 Mio. auf € 138,7 Mio. (+16,3 %).
- Die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung sind zum Bilanzstichtag **30. September 2010** aufgrund des Umsatzwachstums um € 5,6 Mio. auf € 28,7 Mio. gestiegen. Weiterhin sind die kurzfristigen Verbindlichkeiten (unter anderem für Weihnachtsgeld und Sonderzahlungen an die Mitarbeiter sowie ausstehende Rechnungen) um € 8,9 Mio. gestiegen. Die Finanzverbindlichkeiten haben sich aufgrund von Tilgungen weiter reduziert.
- Die Kapitalstruktur zeichnet sich durch einen hohen Eigenmittelanteil aus, der zum Bilanzstichtag **30. September 2010** durch teilweise Thesaurierung des Jahresüberschusses um 11,2 % auf € 490,4 Mio. gestiegen ist. Zum 30. Juni 2011 lag die Eigenkapitalquote bei 67,4 %. Eigenkapitalquote und Verschuldungskennzahlen erreichten ein sehr gutes Niveau.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow in T€	2007/2008	2008/2009	2009/2010	Q3 2010/2011
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	54.872	87.356	65.211	10.271
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-24.783	-30.591	-8.452	-117.290
Free Cashflow	30.089	117.947	56.759	-107.019
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-49.713	-52.231	54.992	-37.456

- Der operative Cashflow des **Geschäftsjahres 2009/2010** ist mit € 65,2 Mio. um € 22,1 Mio. geringer als im Vorjahr. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf den Aufbau des Working Capitals zurückzuführen. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit ist aufgrund der Veräußerung des Pharma-Bereiches mit € -8,5 Mio. vergleichsweise gering. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit ist aufgrund der neuen bilanziellen Zuordnung der Forderungen aus dem Konzern-Treasury zu den liquiden Mitteln deutlich positiv.
- In **Q1-Q3 2010/2011** wurde der operative Cashflow durch den weiteren Aufbau des Umlaufvermögens sowie höheren gezahlten Ertragssteuern belastet. Im Cashflow aus Investitionstätigkeit ist per 30. Juni 2011 der Kauf einer Festgeldanlage in Höhe von € 110,0 Mio. enthalten.
- Per **30. Juni 2011** verfügt die Carl Zeiss Meditec AG über liquide Mittel in Höhe von € 181,0 Mio. Die Finanzierung erfolgt über das Konzern-Treasury. Angesichts der vorhandenen liquiden Mittel und der sehr guten Kapitalstruktur erachten wir die finanzielle Flexibilität für den bestehenden Geschäftsumfang und das geplante Wachstum als sehr gut.

Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
AAA	AAA gerateten Einheiten wird die höchste Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen und diese können als "erstklassig" bezeichnet werden. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus verändern können, wird dies – sofern abschätzbar – aller Wahrscheinlichkeit nach die fundamental starke Stellung der betreffenden Einheit nicht beeinträchtigen.
AA	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Gütekasse". Sicherheitsmargen können jedoch vergleichsweise geringer sein, die Ausprägung der Sicherungselemente stärker schwanken und einzelne Bewertungskomponenten können auf ein langfristig größeres Risiko hinweisen, als dies bei AAA klassifizierten Einheiten der Fall ist.
A	A gerateten Einheiten wird eine hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Sie weisen viele günstige zukunftsichernde Eigenschaften auf. Gleichwohl können einzelne Faktoren vorliegen, die eine leicht erhöhte Anfälligkeit für Verschlechterungen von Umständen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Zukunft erkennen lassen.
BBB	BBB gerateten Einheiten wird eine angemessene Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Es ist jedoch gegenüber A gerateten Einheiten eher wahrscheinlich, dass Verschlechterungen von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Fähigkeit, finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen, schwächen können.
BB	BB geratete Einheiten besitzen noch ausreichende zukunftsichernde Strukturen. Sie sind jedoch größeren Unsicherheiten ausgesetzt. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
B	B gerateten Einheiten fehlen üblicherweise zukunftsichere Strukturen. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen mit höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
CCC	CCC geratete Einheiten haben Strukturen, welche die Zukunftssicherheit stark gefährden. Der Kapitaldienst ist gefährdet. Um ihren finanziellen Verpflichtungen nachhaltig nachzukommen ist die betreffende Einheit auf die günstige Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angewiesen.
CC	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
C	C geratete Einheiten haben die geringste Zukunftssicherheit von allen. Entsprechende Schuldner haben extrem schlechte Voraussetzungen, um ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ein Ausfall ist unmittelbar bevorstehend.
D	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
SD	Wenn ein Emittent bezüglich einer bestimmten finanziellen Verbindlichkeit oder Klasse von Verbindlichkeiten ausfällt, jedoch weiterhin fristgerecht seinen Zahlungsverpflichtungen aus anderen finanziellen Verbindlichkeiten oder Klassen von Verbindlichkeiten nachkommt, wird der Emittent mit SD (Selective Default) eingestuft.
NR	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
PLUS (+) MINUS (-)	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

Siehe auch Ausfalldefinition in der Ratingmethode der Euler Hermes Rating GmbH unter: www.eulerhermes-rating.com

Disclaimer

Das vorliegende Rating wurde auf Basis der EHRG-Ratingmethodik vom August 2010 erstellt, die unter www.eulerhermes-rating.com abrufbar ist. Der Ratingbericht wurde auf Basis öffentlich verfügbarer Geschäftsberichte, Ad Hoc Meldungen und allgemeiner Marktinformationen erstellt. Euler Hermes Rating hält die Qualität der über das geratete Unternehmen verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Das geratete Unternehmen oder mit ihm verbundene Dritte waren nicht in den Ratingprozess eingebunden und Euler Hermes Rating hatte keinen Zugang zu den Büchern oder zu anderen einschlägigen internen Dokumenten des gerateten Unternehmens oder eines mit ihm verbundenen Dritten. Das Rating wurde dem gerateten Unternehmen oder dem mit ihm verbundenen Dritten mitgeteilt und nach der Mitteilung vor seiner Veröffentlichung nicht geändert.

Der Ratingbericht ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind.

Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Euler Hermes Rating GmbH übernimmt keine Verpflichtung und Haftung für die Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Euler Hermes Rating GmbH übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeiner Jurisdiktion.